

趣活 (QH.US)

证券研究报告

2020年11月26日

产业链需求共振，劳动力运营管理龙头持续成长

作者

李泽宇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520110002
lizeyu@tfzq.com

吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

趣活是国内最大的劳动力运营解决方案服务公司，覆盖外卖配送、共享单车、网约车、保洁等领域，收入主要来自行业客户支付的服务费。趣活于2013年推出第一款服务产品，服务客户为饿了么；2014年切入美团；2017年平台月均活跃劳动力1.5万名，月均配送订单790万个；2018年进军共享单车和网约车市场；2019年进军保洁市场，平台月均活跃劳动力4.1万名，月均配送订单2920万个；2020年进一步扩大行业客户基础，进军商超生鲜配送市场。根据 Frost & Sullivan 报告，公司是国内劳动力运营解决方案最大公司。

收入快速增长，盈利能力逐步改善。18/19/20Q1/20Q2，公司收入分别为14.64/20.56/3.92/5.48 亿元，同比 125.2%/39.4%/12.6%/33.5%。剔除期权费用后，公司17-19年归母净利润分别为-0.11/0.45/0.51 亿元，盈利能力逐步改善。

我们看好公司未来的持续成长：

- 行业快速扩容，市场集中度低。**以外卖为首的按需消费市场蓬勃发展，带动劳动力运营解决方案行业快速增长。根据 F&S，市场规模从2015年的人民币1,063亿元增加到2019年的人民币2,408亿元，复合年增长率为22.7%，预计到2024年将达到人民币6,806亿元，从2019年到2024年的复合年增长率为23.1%。众包和专送共存。按需食品配送行业的劳动力运营解决方案平台市场高度分散。根据 F&S 报告，趣活科技在2018年和2019年的收入和交付订单数量方面均排名第一。趣活作为配送劳动力外包行业龙头，按收入和订单量计算的市场份额分别为4.1%和3.8%。未来成长空间大。
- 从产业链来看，灵活用工平台解决产能与需求匹配。上下游共振有望驱动龙头市占率持续提升。**根据 F&S 报告，仅在按需食品配送市场上，就每笔订单的运营成本而言，公司已经为行业客户平均节省了约40%的成本。公司利用技术能力，进行数据驱动的分析，以帮助行业客户提高其服务质量和消费者满意度。例如，公司已经能够与外卖配送行业最大客户合作，并通常将配送时间控制在固定时间以内。
- 技术驱动带来公司平台的可复制性。并购有望带来核心商圈扩张持续业务扩张。**基于 Quhuo + 线下业务支持团队，公司能够高效地在城市中跨多个行业运营，并合理评判商圈商业价值并以并购扩张。截至2020年第二季度，公司配送地区的数量增加到952个，进一步扩大了服务范围及客户群。
- 公司场景有望不断拓展，实现资源复用与成本的逐步降低。**2020年10月13日，趣活完成对来来信息科技（酒店和民宿灵活用工服务商）的收购。交易总对价约为1.33亿元人民币，以现金和股权的形式支付。我们看好公司向酒店保洁、网约车等场景拓展，实现资源复用与成本的逐步降低。

投资建议：我们看好公司在上下游共振下的优质成长与盈利能力改善，预计公司2020-2022年收入23.7/29.4/37.0 亿元，Non-GAAP 净利润0.64/0.93/1.28 亿元，给予8.4美元目标价，对应2021年1倍PS，“买入”评级。

风险提示：客户集中度高，行业竞争激烈，政策变动风险，公司架构与 ADS 发行相关风险



内容目录

1. 国内最大的劳动力运营解决方案提供商，客户资源优质	3
2. 即时消费闭环的重要一环，“技术+服务”凸显竞争优势	5
2.1. 趣活：劳动力运营平台，即时消费闭环的重要一环	5
3. 细分市场广阔，公司有望外延内生持续增长	5
3.1. 细分市场广阔，集中度提升空间大	5
3.2. 产业链上下游共振，灵活用工平台正处于最好的成长时期	8
3.3. 技术驱动带来更高运营效率，公司平台可复制优质扩张	9
4. 投资建议	10
5. 风险提示	11

图表目录

图 1：趣活发展历程	3
图 2：趣活股权结构（上市时）	4
图 3：募集资金使用途径	4
图 4：即时消费服务 GMV（万亿）	5
图 5：劳动力运营解决方案平台市场规模	6
图 6：预计 2024 年外卖配送行业劳动力运营平台市场规模达 1781 亿元	7
图 7：预计 2024 年网约车行业劳动力运营平台市场规模将达 2957 亿元	7
图 8：保洁服务劳动力运营平台市场规模（亿元）	8
图 9：劳动力运营方案市场集中度（2018）	8
图 10：劳动力运营方案市场集中度（2019）	8
图 11：公司与上下客户的深度绑定	9
图 12：公司 Quhuo+ 平台	9
表 1：公司管理层背景介绍	4
表 2：公司收入拆分与盈利预测	10
表 3：可比公司估值	11
表 4：趣活公司估值测算（百万元）	11

1. 国内最大的劳动力运营解决方案提供商，客户资源优质

趣活提供劳动力运营解决方案服务，覆盖外卖配送、共享单车、网约车、保洁等领域，收入主要来自行业客户支付的服务费。趣活于 2013 年推出第一款服务产品，服务客户为饿了么；2014 年切入美团；2017 年平台月均活跃劳动力达到 1.5 万名，月均配送订单达到 790 万个；2018 年进军共享单车和网约车市场；2019 年进军保洁市场，平台月均活跃劳动力达到 4.1 万名（3 年 CAGR63%），月均配送订单达到 2920 万个（3 年 CAGR92%）；2020 年进一步扩大行业客户基础，进军商超生鲜配送市场。根据 Frost & Sullivan 报告。截止 2020 年 6 月，公司已成为国内最大的劳动力运营解决方案平台。

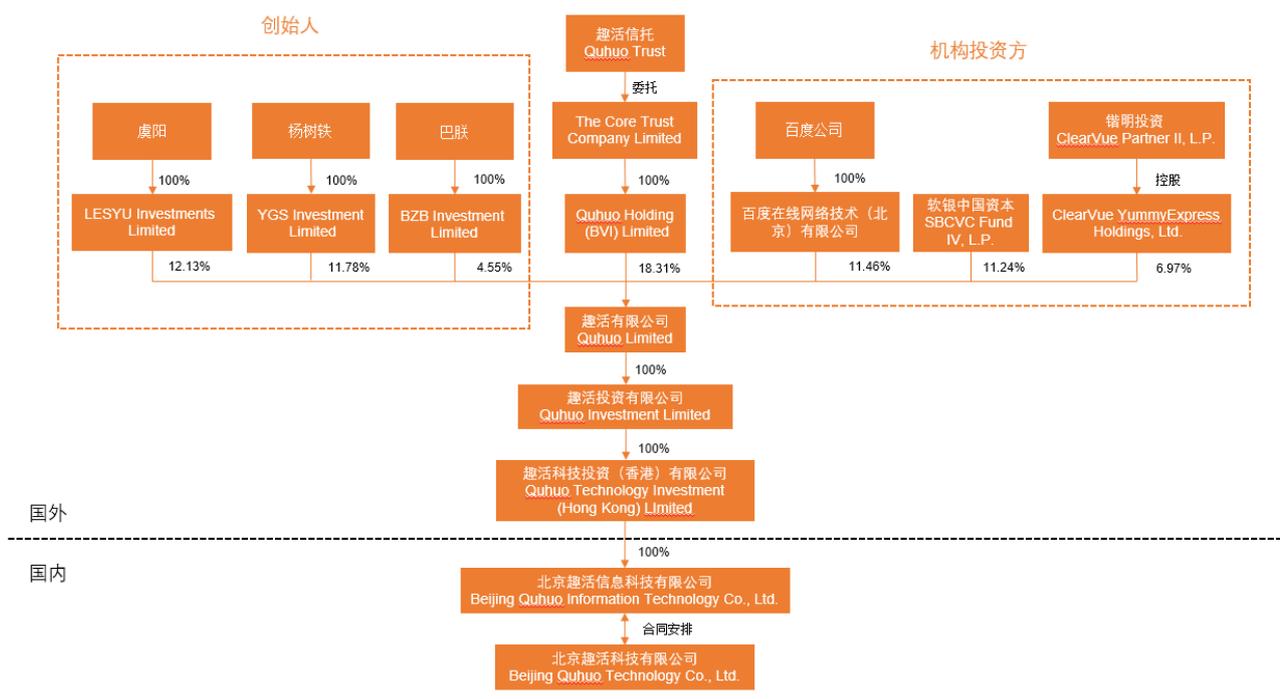
图 1：趣活发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

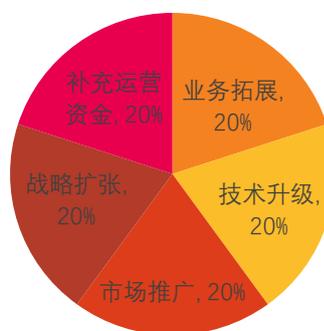
核心成员利益绑定，三位创始人共持有 28.46% 的股份。上市时，公司董事长兼 CEO 虞阳通过 LESYU Investments Limited 持股 12.13%；联合创始人杨树轶兼副总裁通过 YGS Investment Limited 持股 11.78%，联合创始人兼副总裁巴朕通过 BZB Investment Limited 持股 4.55%。Quhuo Holding (BVI) Limited 为员工股权激励平台，持有公司 18.31% 的股份。

图 2：趣活股权结构（上市时）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 3：募集资金使用途径



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司管理团队具备丰富的行业专业知识和运营管理经验，为业务的开展提供了有效的支持。趣活的三位创始人均为前 DHL 员工，有着十多年的紧密合作经历。公司创始人兼首席执行官虞阳曾任 DHL 高级业务经理，联合创始人和副总裁杨树铁曾在 DHL、eNet 和软通软件担任多个高级职位，联合创始人和副总裁巴朕曾在 DHL 和 LF 物流担任多个高级职位。同时，公司管理层的其他主要成员曾在物流、电子商务和信息技术领域的领先公司任职，主要管理人员平均拥有 17 年的相关行业经验。

表 1：公司管理层背景介绍

姓名	职务	简介
虞阳	董事长兼首席执行官	趣活创始人，曾任新时代国际运输服务有限公司运营经理，上海元初迈威国际物流有限公司总经理，DHL 供应链（中国）有限公司高级业务经理。

杨树轶	副总裁	趣活联合创始人, 曾任 APLL-ZHIQIN 科技物流有限公司华北地区总经理, DHL 供应链 (中国) 有限公司项目经理。
巴朕	副总裁	趣活联合创始人, 曾任 LF 物流华北地区销售总监, DHL 供应链 (中国) 有限公司项目经理。
王刚	首席运营官	曾任 Kidsland (中国) 贸易有限公司供应链主管, DHL 供应链 (中国) 有限公司现场运营经理。
潘凡	技术总监	北京高图信息技术有限公司联合创始人, 曾任技术总监; 视觉中国集团有限公司联合创始人, 曾任多个职位, 包括技术总监和电子商务部门总经理。

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

2. 即时消费闭环的重要一环, “技术+服务” 凸显竞争优势

2.1. 趣活: 劳动力运营平台, 即时消费闭环的重要一环

趣活作为劳动力运营管理平台, 构成了即时消费服务生态系统的重要一环。即时消费服务的业务模式打通了线上线下销售, 使得平台提供的商品或服务能够及时高质量的直接接触终端消费者, 而劳动力运营平台作为重要的基础设施, 是订单完成过程中不可或缺的环节。趣活的服务行业包括餐饮外卖、网约车、保洁和共享单车等, 通过提供技术支持的端到端运营解决方案, 提供服务履约过程中的劳动力管理业务, 起到连接即时消费服务企业和终端消费者的纽带作用。

公司与传统劳务派遣公司最大的区别在于, 提供的是标准服务产品。客户包括美团、饿了么、滴滴、叮咚买菜、盒马、哈啰出行, 均是跟本地化生活服务密切相关的互联网巨头。这些上游客户接到消费者订单后, 会形成标准的产品服务需求。以外卖举例, 要求固定时间内从餐厅取餐, 并送到消费者手里。整个标准服务需求会转移到趣活这样的劳动者运营平台, 公司在线下把它完成, 和上游客户之间以每一张订单所包含的标准服务产品的质量来确定结算。

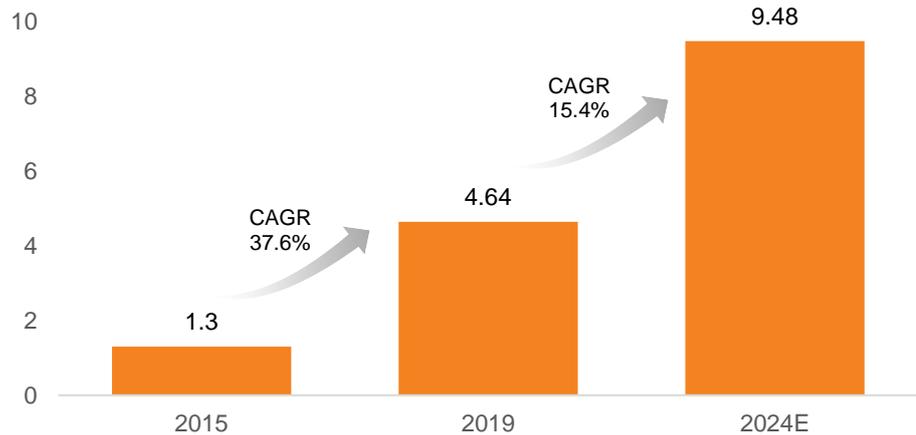
即时消费服务企业通常采用两种劳动者组织形式提供服务, 即众包模式和直营模式。众包模式是一种集合社会闲散劳动力, 并通过抢单形式分配订单的组织模式, 能够迅速招募劳动力, 但对平台流量要求高且管理难度大, 无法保证服务质量; 直营模式即企业在招募劳动者后对其进行长期运营, 并通过自建平台的形式有效进行质量、效率等管理。趣活主要为即时消费客户提供直营模式下的劳动力运力支持与管理, 在稳定输出服务质量的基础上, 降低客户的运营成本。

3. 细分市场广阔, 公司有望外延内生持续成长

3.1. 细分市场广阔, 集中度提升空间大

趣活是即时消费闭环中的重要一环, 公司成长与即时消费服务市场的高速发展密切相关。即时消费服务市场主要由通过技术平台提供即时商品或服务配送的企业组成, 包括食品配送、陆路交通、保洁、共享单车、护理和其他服务等。根据 Frost & Sullivan 报告, 随着城镇化加速、居民消费升级以及移动互联网的普及, 近年来我国即时消费服务市场蓬勃发展, GMV 已由 2015 年的 1.30 万亿增长到 2019 年的 4.64 万亿, 并预计将以 15.4% 的复合年增长率增长到 2024 年的 9.48 万亿。即时消费服务市场快速增长的同时也激发了企业的用工需求, 为趣活这类劳动力运营管理平台的发展提供了机遇。

图 4: 即时消费服务 GMV (万亿)



资料来源：Frost&Sullivan，天风证券研究所

劳动力运营解决方案平台有助于解决即时消费服务企业的用工问题，未来市场空间十分广阔。相较于传统的以招聘和行政服务为主的人力资源公司而言，劳动力运营解决方案平台提供端到端的解决方案，能够更加全面地满足即时消费服务企业的运营需求。平台还能够为即时消费服务企业迅速组织大量劳动力，并通过系统专业培训使其转变为能够提供标准化服务的员工，提高运营效率并降低运营成本。随着即时消费服务行业的发展，我国劳动力运营解决方案平台的市场规模也在不断扩大；但单一行业内的劳动力运营解决方案企业高度分散。根据 Frost & Sullivan 报告，中国劳动力运营解决方案平台市场规模从 2015 年的 1063 亿元增长到 2019 年的 2408 亿元，预计未来将以 23.1% 的复合年增长率增长到 2024 年的 6806 亿元。

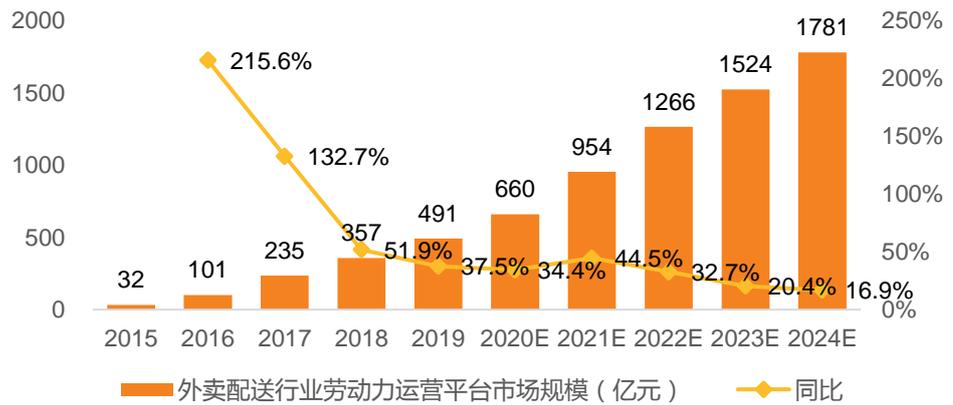
图 5：劳动力运营解决方案平台市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

外卖配送市场持续扩张，服务需求增长强劲。外卖配送解决方案为趣活科技的主要业务，未来发展可期。根据 Frost & Sullivan 报告，2019 年中国外卖配送市场的 GMV 为 0.64 万亿，预计 2024 年将增长到 1.90 万亿；外卖配送服务的普及率将从 2019 年的 35.7% 提高到 2024 年的 46.4%。外卖配送服务通常分为众包模式和专送模式，为提升服务质量，自 2015 年以来主要的外卖平台逐渐采用专送模式进行配送。根据 Frost & Sullivan 报告，采用专送模式的外卖配送 GMV 将由 2019 年的 0.29 万亿增长到 2024 年的 1.16 万亿，复合年增长率 32.3%。自 2018 年以来，部分外卖平台也停止使用自建的配送团队，转而使用外包服务；而 2019 年外卖配送行业相对应的劳动力运营平台市场收入为 491 亿元，预计将按照 29.4% 的复合年增长率增长到 2024 年的 1781 亿元。

图 6：预计 2024 年外卖配送行业劳动力运营平台市场规模达 1781 亿元



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

趣活的共享单车、网约车和保洁服务业务仍处于起步阶段，但各项业务对应的细分市场规
模较大，未来发展空间广阔。

中国共享单车市场增长强劲，2015-2019 年的复合年增长率为 137.5%，预计 2019-2024
年的复合年增长率为 12.1%。共享单车平台对庞大、灵活和标准化的员工队伍有很高要求，
目前大多数共享单车平台已经将共享单车的分销和运输完全外包给第三方劳动力运营平
台。在此基础上，共享单车行业的劳动力运营平台市场也将有较大的发展空间，预计市场
规模将在 2024 年达到 72 亿元，2019-2024 年的复合年增长率为 6.7%。

2019 年中国按照 GMV 计算的网约车市场规模为 2906 亿元，预计将以 10.1%的复合年增
长率增长到 2024 年的 4707 亿元。由于劳动力运营平台能够降低运营成本，保障稳定有
效的司机和车辆来源，更高效地完成员工筛选和上岗流程，并提供其他支持服务，网约
车公司越来越倾向于和规范性较强的劳动力运营平台进行合作。根据 Frost & Sullivan 报
告，网约车公司通过劳动力运营平台吸引了超过 60%的司机，这也为劳动力运营平台的
发展提供了更多机遇。按照收入计算，2019 年网约车服务行业的劳动力运营平台市场
规模为 1573 亿元，预计到 2024 年将达到 2957 亿元，复合年增长率为 13.5%。

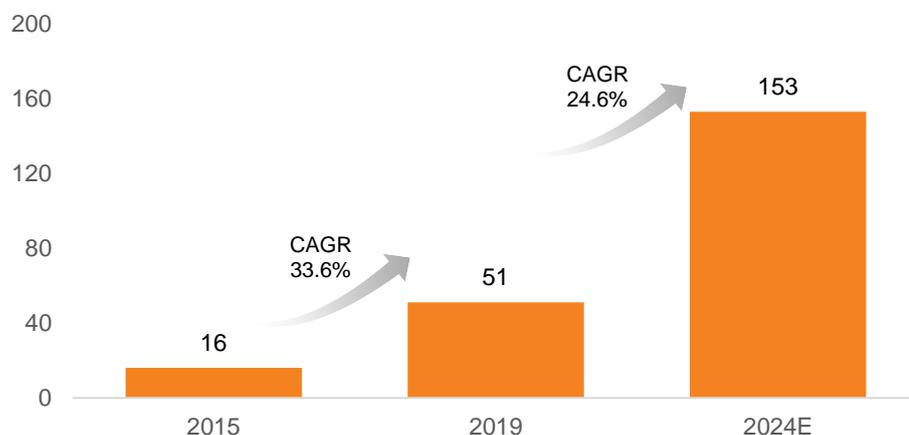
图 7：预计 2024 年网约车行业劳动力运营平台市场规模将达 2957 亿元



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

2019 年中国住房租赁服务市场 GMV 为 1.33 万亿，预计到 2024 年达到 1.73 万亿，复合年增长率为 5.4%。房屋租赁服务商包括长期房屋租赁平台和网络住宿共享平台，它们在开展租赁房屋同时也会承接相应的保洁服务；而出于节约成本和提高运营效率的考虑，这些平台又会将保洁服务外包给包括趣活在内的第三方平台。根据 Frost & Sullivan 报告，2019 年我国住房租赁市场的劳动力运营平台市场规模为 51 亿元，预计到 2024 年将达到 153 亿元，年复合年增长率为 24.6%。

图 8：保洁服务劳动力运营平台市场规模（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

劳动力运营行业仍然高度分散。龙头成长空间大 根据 F&S 报告，趣活科技在 2018 年和 2019 年的收入和交付订单数量方面均排名第一。趣活作为配送劳动力外包行业龙头，按收入和订单量计算的市场份额分别为 4.1%和 3.8%。龙头成长空间大

图 9：劳动力运营方案市场集中度（2018）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 10：劳动力运营方案市场集中度（2019）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.2. 产业链上下游共振，灵活用工平台正处于最好的成长时期

公司的劳动力运营方案作为业内领先的灵活用工平台，解决产业链资源不匹配。劳动力供给相对本地化消费服务市场里，存在较大的资源错配，在不同的时间段和地点的需求和供给波动。如，网约车司机在早高峰和晚上下班时较忙，白天基本空闲；以外卖为例，上午跟下午较闲，用餐时间较为繁忙；酒店、民宿的保洁是在退房时间较忙。

根据 F&S 报告，仅在按需食品配送市场上，就每笔订单的运营成本而言，公司已经为行业客户平均节省了约 40%的成本。公司利用技术能力，进行数据驱动的分析，以帮助行业客户提高其服务质量和消费者满意度。例如，公司已经能够与外卖配送行业最大客户

合作，并通常将配送时间控制在固定时间以内。我们认为 1、劳动力对于更高效、更适合个人时间地点的工作方案的需求 2、下游即时配送竞争对于配送质量的更高需求 将持续共振，带来对劳动力运营方案更强依赖，正是上下游的资源配置需求刺激公司的持续成长。

图 11：公司与上下客户的深度绑定



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 技术驱动带来更高运营效率，公司平台可复制优质扩张

Quhuo+是趣活面向劳动者和服务型企业客户提供的自主研发的技术平台，是趣活的核心技术优势。对劳动者而言，平台提供了接收工作和兼职机会、收入查询和学习培训的渠道；对企业客户的管理者而言，Quhuo+则是一个全面的人力资源管理平台，提供了人员薪资等多种管理分析工具。

图 12：公司 Quhuo+平台



资料来源：公司官网，天风证券研究所

Quhuo+系统通过多业务场景的模块定制，能够实现新业务场景的快速接入和管理复用目标，降低新业务场景的进入成本和风险，缩短成长周期。Quhuo+平台可以进行跨区域和跨行业的劳动力部署，例如，通过平台可以安排外卖骑手在非高峰时期参与共享单车运维工作，这样既能增加平台员工的工作机会，也能优化公司的运营成本。趣活已将 Quhuo+

开发成一个模块化和可扩展的平台系统，可以控制进入新的业务场景的过程中的成本增量，也能够迅速适应不同企业客户的需求。因此，Quhuo+为趣活扩张业务范围提供了技术支持，有利于趣活的持续发展。

并购带来核心商圈扩张持续业务扩张。基于 Quhuo +系统结合线下业务支持团队，截至 2020 年第二季度，公司配送地区的数量增加到 952 个，扩大了服务范围，扩大了客户群，为多种行业提供解决方案。我们认为公司已经拥有完善的商圈配送的评判和运营能力，以商圈和配送代理公司为核心进行轻资产、高回报率的并购扩张，将在初期的投资回报期后产出长期正向的现金流回报。而公司在不同场景之间的资源复用将进一步提高公司运营效率，从而提升公司长期盈利能力。

4. 投资建议

我们看好公司在上下游共振下的优质成长与盈利能力改善，预计公司 2020-2022 年收入 23.7/29.4/37.0 亿元，Non-GAAP 净利润 0.64/0.93/1.28 亿元，我们采用公司自由现金流方法给予估值，预测在 2020-2023 年产生 7860 万美元自由现金流，半永续期间增长率 15% 至 2031 年，给予 8.4 美元目标价，相当于 2021 年 1 倍 PS，“买入”评级。

表 2：公司收入拆分与盈利预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022e
即时外卖配送解决方案						
收入（百万元）	655	1,445.00	2,027.00	2,335.10	2,895.53	3,657.05
增长率		120.60%	40.30%	15.20%	24.00%	26.30%
营业成本（百万元）	626	1,326.00	1,866.87	2,148.30	2,781.30	3,512.80
其中各项占比						
骑手服务费	87.10%	81.20%	80.90%	80.90%	80.90%	80.90%
站长服务费	2.60%	4.00%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%
骑手招聘费用	1.60%	1.80%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%
其它	4.30%	4.80%	4.30%	4.20%	4.20%	4.20%
毛利率	4.40%	8.20%	7.90%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利（百万元）	29	119	160	187	232	293
共享单车回收						
收入（百万元）		28	21	26	28	28
网约车						
收入（百万元）		2	7	9.7	11.7	12.7
其他（保洁）						
收入（百万元）			0.3	0.3	0.3	0.3
合计：						
销售收入（百万元）	655	1,475.00	2,055.30	2,371.10	2,935.53	3,698.05
增长率		125.19%	39.34%	15.37%	23.80%	25.98%
毛利率	4.40%	7.90%	7.90%	7.90%	8.10%	8.20%
毛利（百万元）	29	117	162	187	238	303
管理费用、财务费用、研发费用等(剔除股份支付金额)	44	72	89	88	102	124
股份支付金额	3.3	89.6	64.8	40	30	20
研发费用	3.2	7	9.7	10	12	14
所得税	0.4	4	21.6	25	31	37

净利润 (Non-GAAP, 剔除股份支付金额)	-12.2	48	51.7687	64	93	128
净利润 (未剔除期权费用)	-15.5	-41.6	-13.0313	24	63	108

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 天风证券研究所

表 3: 可比公司估值

证券代码	证券简称	市销率 PS(TTM)	市盈率 PE(TTM)	总市值	销售毛利率%	公司简介
DADA.O	达达集团(DADA NEXUS)	11.34	-17.75	69 亿美元	8.19	达达集团是中国领先的本地即时零售和配送平台。
300662.SZ	科锐国际	2.92	63.33	108 亿元	13.86	公司是领先的以技术驱动的整体人才解决方案提供商, 以及中国首家登陆 A 股的人力资源服务企业。
6919.HK	人瑞人才	1.37	-6.63	36 亿元	10.53	公司是中国快速增长的人力资源解决方案先驱, 也是中国最大的灵活用工服务商(按 2018 年底前聘用的灵活用工员工数目及 2018 年灵活用工服务产生的收益排)。
QH.O	趣活科技 (QUHUO)	1.13	318.84	3.6 亿美元	7.89	趣活科技公司是中国最大的劳动力运营解决方案平台。它为具有重大电子商务风险的行业中的蓝筹股按需消费服务企业提供技术支持的端到端运营解决方案, 包括食品配送、代驾、客房服务和共享自行车维护。

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 4: 趣活公司估值测算 (百万元)

公司 OPFCF 估值		主要假设	
显性预测	78.6	无风险利率	3.00%
半显性预测	139.3	风险溢价	7.00%
永续价值	243.1	β 系数	1.00
经营价值	460.9	Rm	10.00%
加:非营业资产	-	Ke	10.00%
企业价值	460.9	Kd	3.00%
减:付息债务	25.0	D/DE	0.09%
减:少数股东权益	-	E/DE	99.91%
权益价值	435.9	WACC	9.99%
总股本	51.9	半显性期增长率	15.00%
每股权益价值 (美元)	8.40	永续增长率	0.00%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

客户集中度高: 2019 年公司前三大客户贡献了超过 96% 的收入, 大客户依赖度较高, 收入存在一定的波动风险。

政策风险: 公司与平台劳动者是业务外包关系, 若相关政策变动, 公司用人成本可能承压。

行业竞争激烈: 劳动力运营解决方案市场高度分散, 行业竞争较为激烈。

公司架构与 ADS 发行相关风险: 公司于纳斯达克发行 ADS, 承受相关风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com